



Laboratoire d'Economie d'Orléans

Document de Recherche

n° 2005-18

" Des caisses d'émission au Maghreb ? "

Nabil JEDLANE

Des caisses d'émission au Maghreb ?

Nabil JEDLANE *

31 mai 2005

Résumé :

L'achèvement du processus d'intégration régionale initié en 1989 par la création de l'Union du Maghreb Arabe (UMA) et l'instauration de l'union monétaire maghrébin auraient des effets positifs sur la croissance économique et la stabilité politique dans la Maghreb. Dans ce sens, la mise en place simultanée de caisses d'émission dans les pays du Maghreb contribuerait à la fois à leur intégration économique et monétaire mutuelle et à leur intégration à l'économie mondiale. Cependant, les conditions d'adoption de ce régime ne sont pas encore remplies par ces pays, mais indiquent les réformes institutionnelles prioritaires à mettre en œuvre.

Mots clés : Régime de change, Caisse d'émission, Maghreb.

Classification JEL : F3, E4.

Summary :

Both the completion of regional integration process initiated in 1989 by the creation of the Arab Maghreb Union (AMU) and the establishment of the Maghreb monetary union would have positive effects on the economic growth and the political stability in the Maghreb. In this sense, the simultaneous implementation of currency boards in the Arab Maghreb countries would enhance their mutual economic and monetary integration, as well as their integration to the world economy. However, the conditions of adoption of this regime are not yet satisfied by these countries, but indicate the high-priority institutional reforms to be implemented.

Keywords: Exchange rate regime, Currency board, Maghreb.

*Je tiens à remercier Mr Jean-Baptiste Desquilbet, Mr Nikolay Nenovsky pour leur assistance appréciée ainsi que Mr Serge Rey et Mr Louis Job qui ont accepté de rapporter sur cet article dans le cadre du séminaire doctoral du GDRI-EMMA organisé le 18 mars 2005 et Mr Chrysost Bangaké qui a rapporté sur cette article dans le cadre du séminaire du LEO le 31 mai 2005. Toute erreur ou omission m'est entièrement imputable.

Laboratoire d'Economie d'Orléans, rue de Blois, BP 6739, 45067 Orléans Cedex 2.

Email : nabil.jedlane@univ-orleans.fr

Le choix du régime de change est l'un des facteurs essentiels qui expliquent les crises financières qui ont secoué les pays émergents durant la seconde moitié du 20^{ème} siècle : le Mexique en 1994, la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée en 1997, la Russie et le Brésil en 1998, l'Argentine et la Turquie en 2000. Des analyses ont mis en évidence la vulnérabilité des régimes de change intermédiaires dans les pays ouverts aux flux de capitaux face aux attaques spéculatives (Kose & Prasad 2004, Fischer 2001, FMI 2000).

Bien que des économistes pensent aujourd'hui qu'un assouplissement du régime de change aiderait les pays en voie de développement à faire face aux chocs extérieurs, à réduire le risque de crise bancaire et à contribuer à la stabilité financière, d'autres leur suggèrent toujours un régime de change intermédiaire pour deux raisons : premièrement parce que le régime de change flottant exige que des conditions soient réunies avant son introduction, et deuxièmement parce que la volatilité excessive des taux de change a des répercussions négatives sur l'investissement et la croissance (Jbili et Kramarenko, 2003). Parmi ces conditions on peut citer l'indépendance de la Banque centrale et la redéfinition d'un cadre de politique monétaire permettant le choix d'un ancrage nominal qui remplacerait le taux de change.

Dans le cas du Maghreb, aucun des ces pays ne répond à toutes les conditions d'un régime de change flottant (FMI 2005, 2004b, 2004f).

De plus, l'euroisation des pays du Maghreb ne peut pas constituer de bon choix de régime de change. Cela est dû principalement à la diversification géographique de leurs échanges, même si ceux-ci sont souvent majoritairement dirigés vers l'UEM, et le contrôle partiel du compte financier notamment des investissements de portefeuille. « L'interprétation politique serait ici particulièrement à considérer par référence à la période antérieure (colonisation) » (Bourguinat, 2002).

Enfin, l'association des gouverneurs des banques centrales africaines a annoncé qu'elle chercherait à mettre en place une monnaie unique et une banque centrale commune d'ici à 2021. Pour cette raison, elle compte sur la création d'unions monétaires dans les cinq communautés existantes comme étape intermédiaire (Masson et Pallitto, 2004).

Malgré que la réalisation de ce projet au niveau africain soit remise en cause, la création d'unions monétaires pourrait améliorer les politiques économiques, stimuler la croissance et encourager la bonne gouvernance dans les pays africains.

Au sein du Maghreb, l'instauration d'une union monétaire pourrait contribuer au renforcement de la paix et à la stabilité politique. La création d'une banque centrale supranationale pourrait aussi résoudre le problème de la dépendance des banques centrales.

Comme étape intermédiaire à la création de cette union monétaire, les pays maghrébins pourraient envisager l'adoption de caisses d'émission, d'autant plus que ce régime est compatible avec la libéralisation du compte de financier (Fisher 2001), objectif fixé par ces Etats (IMF, 2004b, 2004f, 2005).

Cependant, afin de pouvoir l'adopter, les pays maghrébins doivent remplir un certain nombre de conditions.

Actuellement, les régimes de change instaurés en Algérie, au Maroc et en Tunisie sont respectivement un régime de flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change, un arrimage conventionnel à un panier de devises et une parité glissante (IMF, 2004g).

Dans un premier chapitre, nous présenterons les avantages ainsi que les inconvénients et les conditions d'introduction d'une caisse d'émission. Dans un second chapitre, nous vérifierons si les pays maghrébins sont prêts pour adopter une caisse d'émission.

I : Les avantages et conditions d'instauration de la caisse d'émission

La caisse d'émission est le régime de change fixe le plus rigide après l'union monétaire et la dollarisation. En effet, sous un régime de caisse d'émission orthodoxe, la monnaie est rattachée à une monnaie de réserves (ou un panier de monnaies) par une parité fixe, totalement convertible, la base monétaire est gagée au moins à 100 % sur l'or et les réserves de changes et toute politique monétaire discrétionnaire est interdite. Dans cette partie, nous présentons les avantages ainsi que les inconvénients et les conditions préalables à l'adoption d'une caisse d'émission.

1 – Avantages de la caisse d'émission :

La caisse d'émission présente plusieurs avantages. Son premier avantage est la pleine convertibilité. Elle est assurée par l'obligation de couvrir au moins la totalité de la base monétaire de réserves de change. Contrairement à un système de banque centrale, l'émission ou la destruction de la monnaie centrale dans un régime de caisse d'émission ne peut être réalisée qu'en contrepartie d'une augmentation ou d'une diminution de la monnaie de réserve. Par conséquent, l'actif du bilan de la caisse d'émission orthodoxe ne peut contenir de créances sur le gouvernement ou sur l'économie, deuxième grand avantage revendiqué par les défenseurs de ce régime.

L'instauration d'une caisse d'émission permet d'imposer au gouvernement une discipline monétaire et budgétaire (Combes, Vyrune 2004, Ghosh et *al.* 2000, Williamson, 1995).

En principe, l'adoption d'une caisse d'émission interdit toute politique monétaire et tend à limiter tout activisme budgétaire puisque les modalités de l'offre de monnaie centrale éliminent toute possibilité de financement du déficit public. Par conséquent, le gouvernement est contraint d'équilibrer son budget afin d'éviter un niveau d'endettement insoutenable. Cet effet discipline a un rôle très important dans la réduction de l'inflation. Combes et Veyrune (2004) ont montré cet effet de discipline par une étude empirique incluant l'ensemble des pays du monde pour lesquels les données sont disponibles et sur la période 1960–2000. Une autre étude faite par Ghosh et *al.* (2000) a abouti à la même conclusion mais sur la période 1975–1996. Cependant, la discipline budgétaire n'est pas considérée seulement comme un avantage mais comme l'une des conditions de viabilité du régime. L'une des explications de la crise argentine repose sur « l'hypothèse fiscale » et remet en cause l'indiscipline budgétaire du gouvernement¹.

En outre, l'introduction d'une caisse d'émission a pour conséquence immédiate de réduire les anticipations inflationnistes des agents économiques et cela facilite la maîtrise de l'inflation. En ancrant sa monnaie sur celle d'un pays où l'inflation se situe à des niveaux plus faibles, les autorités monétaires espèrent importer une réputation anti-inflationniste qui leur fait défaut. Leur taux d'inflation s'aligne progressivement sur celui du pays d'ancrage (Dupuy, 2000). Cet effet de crédibilité et son influence sur l'inflation ont aussi été montrés

¹ Pour une revue de littérature des différentes explications de la crise argentine, voir Sgard (2004).

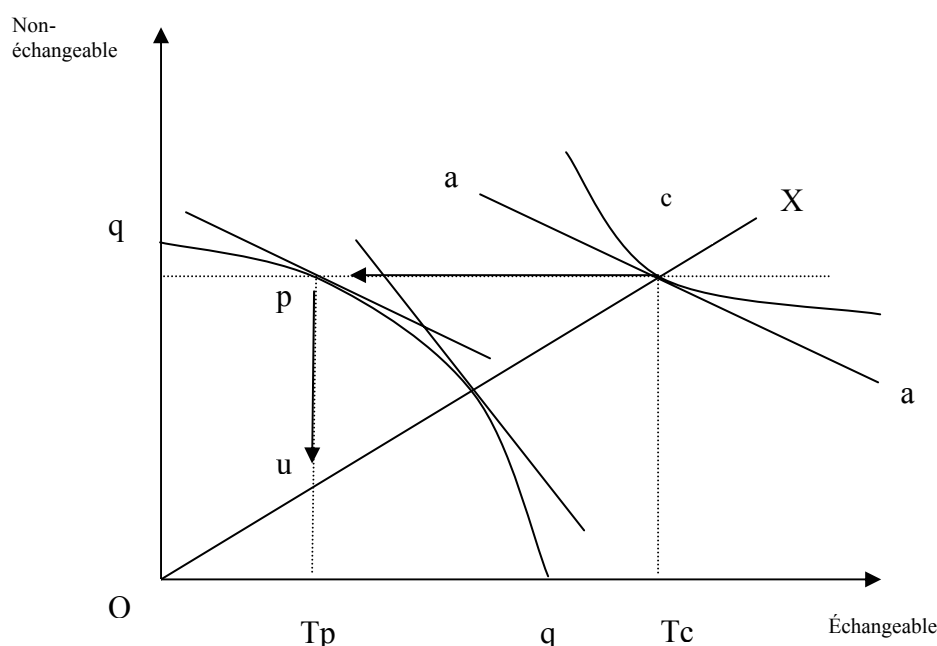
par l'étude empirique de Combes et Veyrune (2004) et par Ghosh et *al.* (2000). En effet, la moyenne des taux d'inflation des pays adoptant une caisse d'émission (5.6 %) est plus faible que celle des pays à change fixe (22.3 %) ainsi que celle des pays à change flottant (43.1 %). La moitié des pays qui ont adopté une caisse d'émission ont un taux d'inflation annuel en dessous de 5 %. Ce taux d'inflation caractérise une proportion plus faible de pays régis par un régime fixe (30 %) ou par un régime flottant (22 %) (Ghosh et *al.*, 2000).

Le troisième avantage de la caisse d'émission est la transparence du processus d'ajustement automatique. Ce dernier permet d'éviter l'accumulation des déséquilibres et la répétition des crises (Williamson, 1995). En effet, en cas d'excédent de la balance des paiements, les devises générées par les agents privés sont transférées aux banques commerciales, augmentant leurs réserves bancaires, permettant un accroissement de l'offre de crédit et donc une création monétaire. Par conséquent, les revenus et la demande des biens échangeables et non échangeables augmentent. Le taux de change réel (r) défini comme le prix relatif des biens échangeables et non-échangeables s'apprécie à cause de l'augmentation du prix de ces derniers.

Sur le graphique 1 (Edwards 1988):

- OX : le sentier d'expansion du revenu,
- aa : contrainte budgétaire dont la pente est (r),
- qq : frontière des possibilités de production.

Graphique 1



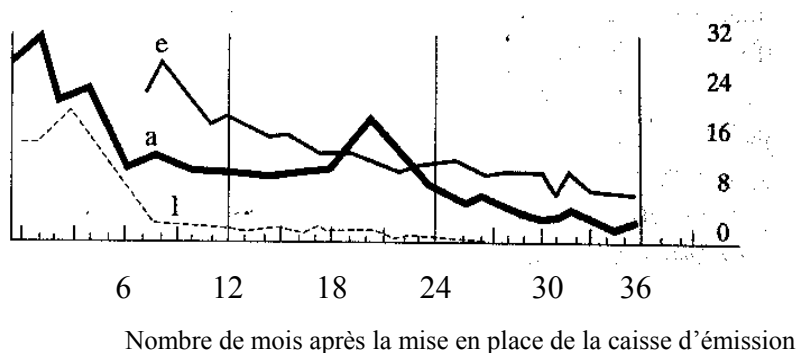
La consommation des biens échangeables (T_c) excède la quantité produite au niveau local (T_p), cette situation entraîne un déficit du compte courant ($T_c - T_p$). Dans un système de caisse d'émission cela se traduit par une sortie de devises et donc une contraction de la masse monétaire. Par conséquent, la demande nationale baisse. Comme cela a été expliqué par Edwards (1988) concernant le régime de taux de change fixe, la flexibilité des prix est indispensable pour éviter un sous emploi des facteurs de production. Sur le graphique 1, la droite (aa) se déplace jusqu'au point P sur la frontière de production. Si les prix sont flexibles, la pente de (aa) va augmenter (r se déprécie) et donc on obtiendra un équilibre de plein emploi. (OX) passe le cas échéant sous la frontière de production (qq) c'est-à-dire qu'il y a une offre excédentaire de biens non échangeables (pu) et donc un équilibre de sous emploi (Combes et Veyrune, 2004).

Aussi, grâce à l'effet de discipline, à la transparence du processus d'ajustement automatique et à l'institutionnalisation du taux de change fixe², l'adoption d'un système de caisse d'émission permet-il la restauration ou du moins le renforcement de la crédibilité des autorités monétaires.

² C'est-à-dire que les engagements de la convertibilité et du change fixe sont en général gravés dans la constitution du pays faisant appel à un vote préalable du parlement chaque fois qu'une modification de ces règles est souhaitée (Loi de crédibilité en Lituanie, Loi de convertibilité en Argentine, Loi de la BCCH en Bosnie-Herzégovine..).

Pour mesurer l'effet de l'introduction de la caisse d'émission sur la crédibilité des autorités monétaires, on peut utiliser le différentiel des taux d'intérêt des prêts libellés en monnaie nationale et accordés par des prêteurs nationaux et ceux libellés en devises et distribués par des prêteurs étrangers. En calculant l'écart des taux courts argentin et lituanien par rapport au taux des dépôts à trois mois aux Etats-Unis et celui Estonien par rapport au taux des prêts en Allemagne, on constate la réduction de la prime de risque après l'introduction de la caisse d'émission en Argentine (a), en Estonie (e) et en Lituanie (l) (graphique 2).

Graphique 2
L'écart des taux d'intérêt



Source : Dupuy (1998)

Ce différentiel des taux d'intérêt s'explique par la prime de risque-pays et la prime de risque de change. La prime de risque-pays compense le risque de défaut alors que la prime de risque de change compense le taux de dévaluation anticipé du taux de change.

La prime de risque de change est dérivée de la parité d'intérêt non couverte:

$$i = i^* + [({}_tE_{t+1} - E_t) / E_t]$$

i : taux d'intérêt sur actif national.

i^* : taux d'intérêt sur actif étranger.

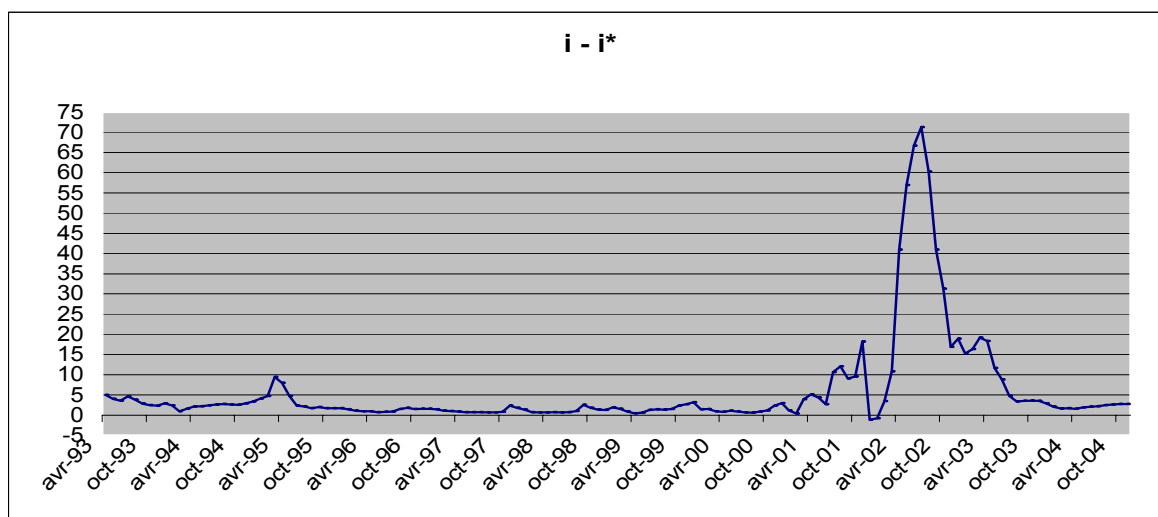
${}_tE_{t+1}$: taux de change nominal en (t+1) anticipé en (t).

E_t : taux de change courant.

Dans une caisse d'émission le taux de change nominal est fixe. Si les autorités monétaires sont totalement crédibles, les agents économiques n'anticiperont pas une dévaluation du taux de change, c'est-à-dire ${}_tE_{t+1} = E_t$ et donc $i = i^*$.

Le différentiel des taux des dépôts argentins en peso et en dollar ($i - i^*$) varie en générale entre 0 et 5 % durant la période 1993 – 2000 (graphique 3). La faiblesse de la prime de risque de change indique le renforcement de la crédibilité des autorités monétaires pendant cette période.

Graphique 3
Le différentiel des taux de dépôts argentins en peso et en dollar



Source : DATASTREAM, calcul de l'auteur.

D'une part, cet effet de crédibilité implique que les attaques spéculatives ne peuvent plus se produire du fait du renoncement à tout recours à la dévaluation sans changement de loi. Cependant, le peso argentin (Dupuy, 2000) et le dollar hongkongais (Dées et Rzepkowski, 2000) en ont fait l'objet à plusieurs reprise :

- A Hongkong en 1997 et en 1998,
- En Argentine en 1994-1995 « effet Tequila », en août 1998 lors de la crise russe et en janvier 1999 suite à la dévaluation du real brésilien.

D'autre part, grâce à la stabilité monétaire entretenue par un régime de caisse d'émission (Fischer, 1996), le taux de croissance (Ghosh et *al.*, 2000) ainsi que l'afflux des investissements directs étrangers (Benassy-Quere, Fontagne et Lahreche-Revil., 2001) devraient augmenter plus rapidement sous ce régime que sous les autres régimes de change.

La stabilisation du taux de change nominal incite les agents économiques qui ont une aversion vis-à-vis du risque à accroître leurs opérations commerciales et financières avec le reste du monde. Ainsi, après l'introduction de la caisse d'émission, Hong-Kong a pu

augmenter ses exportations et a attiré des investissements de la Grande-Bretagne, puis des Etats-Unis. Les marchés financiers et le marché des changes de Hong-Kong se sont alors rapidement développés. Cependant, la caisse d'émission de Hong-Kong doit sa réussite à la discipline budgétaire des pouvoirs publics. D'autres pays qui ne disposent pas de cette discipline fondée sur des règles risquent de ne pas réduire l'instabilité du produit, puisque ce dernier est plus sensible aux chocs de demande sous la caisse d'émission que sous un régime de flottement libre contrairement aux chocs d'offre et la stabilité de la politique budgétaire évite de provoquer des chocs de demande (Kwan et Lui, 2004).

Une autre étude a révélé une supériorité de la caisse d'émission estonienne en termes de crédibilité opérationnelle (de performances économiques) par rapport à la Bulgarie et à la Lituanie. D'une part, parce qu'elle bénéficie d'une crédibilité de départ (conditions d'adoption) contrairement à la Lituanie qui a souffert de l'absence de consensus politique sur l'adoption de ce régime et à la Bulgarie à cause de la crise du système bancaire. D'autre part, parce que la caisse d'émission estonienne est la plus proche du modèle orthodoxe (Stanoeva, 2004).

Cependant, Blanc et Ponsot (2004) concluent que malgré l'écart de la caisse d'émission lituanienne par rapport au modèle orthodoxe, la cause principale du défaut de crédibilité est la rigidité de ce régime qui provoque le besoin de restauration de marges de manœuvres pour les autorités. De plus, pour que ces contraintes soient soutenables, l'afflux durable de capitaux à long terme, la flexibilité de l'économie réelle ainsi que l'intégration renforcée à l'économie émettrice de la monnaie d'ancrage s'imposent. A cet égard, les auteurs approuvent le changement de la monnaie d'ancrage du dollar à l'euro en février 2002 et confirment que l'adhésion du pays à la zone euro offrira dans le futur une sortie réussie de la caisse d'émission.

Dans le Maghreb, Les politiques économiques mises en oeuvre dans ces pays depuis les années 90 ont permis une croissance positive (tableau 1 de l'annexe 1) et une inflation maîtrisée (tableau 2 de l'annexe 1). Cette croissance demeure néanmoins insuffisante pour réduire le chômage et la pauvreté (tableau 3 de l'annexe 1). La part des IDE à destination de cette région reste également faible par rapport à d'autres régions (tableau 4 de l'annexe 1).

La caisse d'émission pourrait-elle contribuer à la simulation de la croissance et à l'augmentation de l'attractivité de ces pays ?

Si la caisse d'émission présente des avantages susceptibles de créer la stabilité monétaire et la croissance économique, elle comporte aussi des inconvénients qui pourraient augmenter le chômage et la pauvreté si certaines conditions ne sont pas réunies avant son adoption. Dans la section II, nous présentons simultanément les inconvénients et les conditions préalables à l'introduction d'une caisse d'émission.

2 – Conditions et inconvénients de la caisse d'émission :

Afin de réduire les effets néfastes d'une caisse d'émission en cas de crise (internes ou externes) et de profiter de ces avantages, un certain nombre de conditions s'imposent. Parmi ces inconvénients, on peut citer le problème déflationniste, l'absence de prêteur en dernier ressort ainsi que la rigidité de ce régime. On peut aussi distinguer deux types de conditions :

- Des conditions institutionnelles rattachées au fonctionnement de la caisse d'émission :
 - 1 – la constitution d'importantes réserves en devises,
 - 2 – un bon choix de la monnaie d'ancrage.
- D'autres conditions structurelles caractérisant l'économie du pays désirant adopter une caisse d'émission :
 - 1 – une compétitivité élevée des entreprises,
 - 2 – des finances publiques saines.
 - 3 – un marché de travail flexible,
 - 4 – un degré d'ouverture élevé,
 - 5 – un système bancaire sain, prudent et internationalisé,
 - 6 – l'élaboration d'une stratégie de sortie.

Les conditions institutionnelles:

La première condition d'une caisse d'émission est la constitution d'importantes réserves en devises, au moins 100 % de la base monétaire. La couverture totale de la base monétaire par les réserves de change permet la pleine convertibilité et augmente la crédibilité de la parité fixe face aux attaques spéculatives.

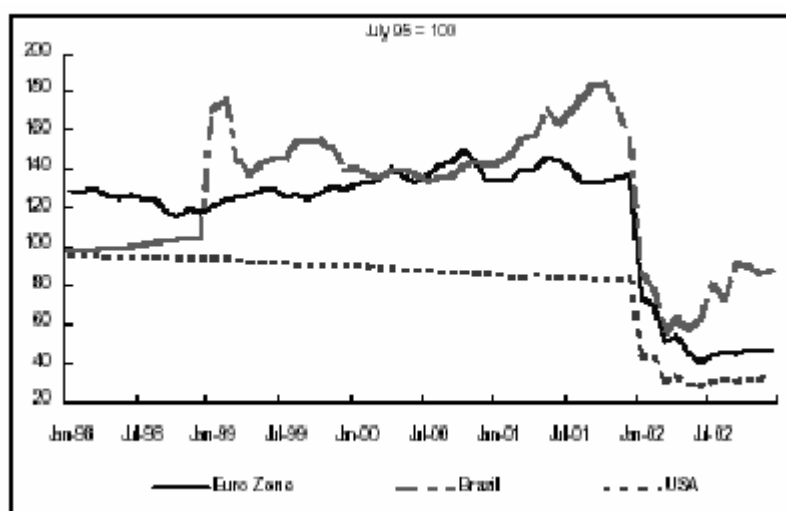
La deuxième condition de l'adoption d'une caisse d'émission est le bon choix de la monnaie d'ancrage.

D'une part, le pays qui adopte une caisse d'émission doit avoir une forte intégration économique, commerciale et institutionnelle avec le pays (ou la zone) de la monnaie d'ancrage (Mehl et Winkler, 2003).

D'autre part, il faut prendre en considération la politique de change de ses concurrents commerciaux. En effet, La monnaie d'ancrage choisie par la caisse d'émission doit être simultanément la monnaie nationale ou d'ancrage d'un grand nombre de ses concurrents commerciaux. Par conséquent, le risque de dévaluation de leurs monnaies par rapport à la monnaie de la caisse d'émission sera limité, évitant ainsi la perte de la compétitivité nationale. En 1998, les exportations argentines ont beaucoup souffert de la dévaluation du real brésilien (graphique 4).

Graphique 4

Taux de change réel bilatéral de l'Argentine avec les majeurs partenaires commerciaux



Source : Blejer M.I. (2003)

Aussi, une procédure de changement de la monnaie d'ancrage doit-elle être définie, connue à l'avance de l'ensemble des agents économiques et inscrite dans les statuts de la caisse d'émission. Cette procédure explicite évitera que les autorités monétaires réagissent d'une façon soudaine et irréfléchie en cas d'instabilité forte de la monnaie de réserve comme l'ont fait certaines caisses d'émission dans le passé (Hanke et Schuler 1991).

Les conditions structurelles :

La première condition structurelle de l'adoption d'une caisse d'émission par un pays concerne la compétitivité de ses entreprises. Afin d'éviter une augmentation du chômage, les

prix et les salaires doivent être compétitifs dès l'introduction de la caisse d'émission. En effet, Le taux d'inflation tendanciel définit comme le taux d'inflation retenu en commun accord au cours des négociations salariales, comporte un élément rétroactif (rattrapage de l'inflation passé) et un élément anticipatif. Chaque dérapage entre ce taux et celui observé est payé en termes de croissance et de chômage (Hanke et Schuler, 1991). Cette condition fait référence au consensus social que devrait constituer un projet de caisse d'émission.

La deuxième condition concerne les finances publiques. En effet, dans un système de caisse d'émission, l'augmentation de la base monétaire dont les avances au gouvernement est conditionnée par l'afflux de devises. Par conséquent, le gouvernement est contraint d'équilibrer son budget et de réduire au maximum son taux d'endettement. Cela augmentera la crédibilité de la caisse d'émission. Cette condition rentre dans le cadre du consensus politique d'introduction de ce régime.

La troisième condition est liée au mécanisme d'ajustement automatique. Pour un bon fonctionnement du mécanisme d'ajustement automatique, la flexibilité des prix (taux d'intérêt et salaires) s'impose.

La quatrième condition de l'adoption d'une caisse d'émission est liée au degré d'ouverture de l'économie. En effet, le fort degré d'ouverture de l'économie rend la politique de change inefficace puisque chaque variation du taux de change nominal se répercute immédiatement et intégralement sur les prix domestique. La plupart des pays qui ont adopté une caisse d'émission avaient un degré d'ouverture relativement élevé, à l'exception de l'Argentine. Le degré d'ouverture s'élève à environ 250 % du PIB à Hong-Kong, 145 % en Estonie, plus que 120 % à Djibouti, 86 % en Lituanie, 80 % en Bulgarie et 74 % en Bosnie-Herzégovine et environ 50 % du PIB en Argentine pendant la période 1995 – 2001 (Mehl et Winkler, 2003).

La cinquième condition répond à l'absence de prêteur en dernier ressort sous le régime de caisse d'émission. Lorsque les principes de la caisse d'émission sont strictement appliqués, la monnaie centrale ne peut être émise qu'en contrepartie d'une augmentation de ses réserves en devises, et les banques commerciales préservent leur pouvoir de création monétaire en octroyant des crédits.

Restreinte dans la fonction de prêteur en dernier ressort, la Banque centrale ne peut plus refinancer les banques commerciales sans contrepartie de devises. Par conséquent, le système bancaire sous le régime de caisse d'émission est exposé aux ruées bancaires (Chang et Velasco, 2000). Pour cette raison, les banques doivent être saines (rentables et privatisées) et plus prudentes dans la distribution de crédits que dans le cas d'une banque centrale traditionnelle (un portefeuille adéquatement diversifié avec un niveau de provision élevé, un faible volume de prêts improductifs et une politique de provision efficace). Un système bancaire fragile rend la caisse d'émission moins crédible alors qu'un système bancaire solide augmente sa probabilité de survie (Santiprabhob, 1997). Cependant, le renforcement des règles prudentielles sous la caisse d'émission engendre un coût supplémentaire pour le système bancaire (Ghosh *et al.* 2000).

De plus, les banques doivent avoir un accès à un refinancement international (Fischer, 1996). En effet, l'absence d'une part de risque de change par rapport à la monnaie d'ancrage encourage les banques mères à inaugurer des filiales dans le pays adoptant la caisse d'émission. Et d'autre part, la concentration des banques principalement autour de grands groupes dorénavant contrôlés par l'étranger suite à la restructuration du système bancaire favoriserait l'internationalisation de ce secteur (Ponsot, 2002).

Enfin, les banques commerciales peuvent aussi fournir une protection d'assurance mutuelle des dépôts (Hanke et Schuler, 1991).

Enfin, l'élaboration d'une stratégie de sortie ordonnée de la caisse d'émission est indispensable avant l'introduction d'un tel système. Une stratégie prédéterminée sous conditions strictes et connues à l'avance de l'ensemble des agents économiques permettrait aux pouvoirs publics d'agir efficacement au bon moment sans effet de surprise. L'établissement de cette stratégie renforce la crédibilité des autorités monétaires et pourrait même dans certains cas attribuer un caractère transitoire à la caisse d'émission.

Une sortie ordonnée d'une caisse d'émission est possible, soit vers plus de rigidité, soit vers plus de flexibilité. Cela dépend des conditions et des objectifs de chaque pays.

En Argentine, passer au régime de change flottant aurait été possible sans contestation populaire, après la reprise de croissance en 1996. Le peso avait besoin de s'apprécier et donc il aurait été possible d'abandonner la caisse d'émission (ou la parité fixe) tout en maintenant

le principe de la convertibilité du peso (Cavallo, 2004). Eichengreen et *al.* (1998) proposaient d'adopter un régime plus flexible à la place de la caisse d'émission en passant par un système de rattachement intermédiaire.

Une sortie vers la dollarisation (euroisation) ou vers une zone monétaire optimale est aussi possible. Bergsten (1999) définit la dollarisation comme un « currency board plus » pour trois raisons :

- D'abord, renoncer définitivement à l'option de dévaluation permet le renforcement de la crédibilité des autorités monétaires.
- Ensuite, la dollarisation permet la convergence de l'inflation et des taux d'intérêts vers ceux américains.
- Enfin, elle réduit au minimum les coûts de transaction et permet une intégration à long terme avec l'économie des Etats-Unis.

Les pays de l'Europe de l'Est qui ont adopté la caisse d'émission, ont planifié une sortie ordonnée de leur régime de change. La Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie ont prévu l'adoption de l'euro soit unilatéralement « euroisation », soit avec l'aval de la BCE « zone monétaire optimale » (Gulde et *al.*, 2000, Gulde et *al.*, 2002, Sorsa, 2002 et Schadler, 2004). La deuxième option a été choisie et la BCE a fini par admettre la compatibilité de la caisse d'émission avec le mécanisme de change européen.

Contrairement à ces pays, l'Argentine a subi les conséquences de l'absence de cette stratégie.

Calvo (1999) proposa un plan de dollarisation pour l'Argentine. Selon Frankel (1999), le principal avantage d'une dollarisation officielle est la réduction des taux d'intérêt par la diminution de la prime de risque. En effet, le différentiel des taux d'intérêt s'explique principalement par la prime de risque-pays, complété par une faible prime de risque de change. En cas de dévaluation, les investisseurs mettent en doute la capacité de l'Etat et des agents privés à honorer leurs dettes libellées en dollar. Quand des craintes de dévaluation persistent (même dans un système de caisse d'émission), la prime de risque de change et la prime de risque-pays sont plus importantes que si l'économie est dollarisée. Dans ce dernier cas, la prime de risque de change disparaît et la prime de risque-pays diminue puisque toute possibilité de dévaluation est exclue. Malgré cela, la dollarisation ne résout pas le problème de la compétitivité de l'économie argentine.

Contrairement à la dollarisation, Chauvin (2001) précise que la dévaluation du peso est l'option la plus favorable en terme d'exportation. Cependant, il affirme comme Berg et Borensztein (2000) que dans un pays où le degré de dollarisation est élevé, toute dévaluation aura pour conséquence, d'une part l'augmentation rapide des prix intérieurs d'un montant équivalent à l'ampleur de cette dévaluation. D'autre part, elle affectera négativement les bilans des banques et des entreprises nationales. De plus, Chauvin et Villa (2003) ajoutent qu'en absence de financement par la Banque centrale, l'Etat doit augmenter les impôts et réduire les dépenses pour compenser la revalorisation de sa dette libellée en dollar, ce qui stoppera la croissance économique. Par conséquent, la prime de risque augmentera traduisant ainsi la perte de crédibilité de la caisse d'émission après la dévaluation. Ce qui les amène à proposer l'instauration du jour au lendemain des changes flexibles, ensuite d'annoncer une parité volontairement sous-évaluée à défendre par la Banque centrale et enfin d'interdire les clauses d'indexation.

L'option choisie par le gouvernement est la reconstruction du peso comme seule monnaie nationale « pesification » avant de passer aux changes flexibles.

L'intégration économique maghrébine (MFP, 2003) et l'adoption des caisses d'émission auraient des effets positifs sur le commerce régional et sur le volume des investissements directs étrangers destinés au Maghreb. En effet, l'élimination des obstacles aux transactions commerciales entre les pays maghrébins et du risque de change stimulerait les échanges commerciaux intra-maghrébines et entre le Maghreb et l'Union européenne. En outre, l'unification des marchés nationaux, l'instauration de la stabilité politique et le renforcement de la crédibilité des pouvoirs publics amélioreraient l'attractivité du Maghreb pour les IDE. Dans la mesure où le processus d'intégration économique au sein du Maghreb est entravé principalement par des facteurs sociopolitiques (Darrat et Pennathur (2002), il convient de vérifier si les pays maghrébins réunissent les conditions d'instauration d'une caisse d'émission.

II : Les pays du Maghreb sont-ils prêts pour adopter la caisse d'émission ?

Dans les pays du Maghreb, la réduction du chômage, la lutte contre la pauvreté et l'augmentation de l'attractivité pour les IDE sont les principaux défis des pouvoirs publics. Parmi les remèdes possibles à cette situation, on peut citer l'intégration maghrébine et

l'adoption d'une caisse d'émission dans les différents pays de la région comme étape préliminaire à leur intégration monétaire.

Pour qu'un pays puisse profiter des avantages d'une caisse d'émission, il faut réunir les conditions suivantes :

1 – La constitution d'importantes réserves en devises

La première condition à vérifier est le taux de couverture de la base monétaire par les réserves en devises qui ne doit pas être inférieur à 100 %. En effet, ce taux en Algérie, au Maroc et en Tunisie est respectivement de 206 %, 150 % et 113 % en 2002. Par conséquent, cette condition est vérifiée.

2 - Un bon choix de la monnaie d'ancrage.

Le choix de la monnaie d'ancrage doit vérifier deux conditions : d'une part, le pays adoptant une caisse d'émission doit avoir une forte intégration commerciale, économique et institutionnelle avec le pays (ou la zone) de la monnaie d'ancrage. D'autre part, il faut prendre en considération la politique de change des concurrents commerciaux.

L'intégration commerciale : Pour les pays du Maghreb, l'Union européenne constitue leur premier partenaire commercial (Chevalier et Pastré, 2003). Durant la période 1996-2000, 68 % des échanges des pays du Maghreb s'opéraient au départ et à destination de l'Union européenne (MFP, 2003). En 2003, les exportations algériennes³, marocaines et tunisiennes vers l'Union européenne correspondent respectivement à 49,4 %, 78,6 % et 80,7 % du total de leurs exportations. Leurs importations en provenance de l'Union européenne sont respectivement 52,1 %, 58,9 % et 71,3 % du total de leurs importations (Bank Al Maghrib, 2003 et Banque centrale de la Tunisie, 2003).

L'intégration économique : Malgré les faibles parts des IDE reçus par les pays du Maghreb dans leurs FBCF, et des IDE en provenance de l'Union européenne dans ces pays par rapport aux IDE de l'Union Européenne vers le reste du monde, l'Union Européenne reste le premier investisseur direct étranger dans la région (Chevalier et Pastré, 2003). En effet, l'Union européenne déteint 78,9 % du total des IDE au Maroc durant la période 1993-2002 (Direction des Investissements Extérieurs, 2003) et 66,5 % du total des IDE en Tunisie en 2002 (La Banque d'Algérie, 2002).

³ Des statistiques disponibles sur le site : <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ag.html#Econ>.

L'intégration institutionnelle : Au milieu des années 70, l'Union européenne a mis en place la Politique Méditerranéenne Globale. Cette politique dont bénéficiaient tous les pays du sud est de la méditerranée (PSEM) à l'exception de la Libye s'articulait autour de régimes commerciaux spécifiques et de protocoles financiers. En effet, les Pays Tiers Méditerranéens⁴ ont bénéficié de préférences plus favorables que ceux accordées par l'Union européenne aux autres pays en voie de développement dans le cadre du Système Généralisé de Préférences Européen. L'Union européenne accordait aux produits industriels des Pays Tiers Méditerranéens le droit d'entrée en Europe sans aucun quota. Malgré l'instauration à la fin des années 70 des quotas sur les produits textiles, le régime textile des Pays Tiers Méditerranéens restait plus favorable que les accords multifibres. Au niveau agricole, l'Union européenne permettait aux Pays Tiers Méditerranéens d'exporter leurs produits agricoles en franchise de droits de douane mais avec des quotas, encadrés par des mécanismes complexes de calendriers et de prix d'entrée.

Après une vingtaine d'années sous le signe de la non réciprocité, de nouveaux accords sont signés entre l'Union européenne et les PSEM notamment avec les pays du Maghreb (Regnault, 2003). Dans le cadre du processus de Barcelone, la Tunisie, le Maroc et l'Algérie ont signé respectivement des accords d'association avec l'Union européenne en 1995, 1996, et 2002. Ce processus a pour objectif le renforcement de la coopération au niveau politique, économique et culturel entre l'Union européenne et les pays de la rive Sud de la méditerranée. En effet, à travers ces accords d'association, les pouvoirs publics des pays du Nord et du Sud de la Méditerranée espéraient accélérer le développement économique, réduire les flux migratoires vers le Nord et établir la paix et la sécurité dans le respect des droits de l'homme dans le Sud. Le principal objectif de ces accords est la création d'une zone de libre-échange en 2010.

Malgré son rôle non négligeable dans la consolidation des relations euro-méditerranéenne, le processus de Barcelone n'a pas atteint tous ses objectifs. La croissance au Maghreb n'est pas suffisante pour lutter contre le chômage et la pauvreté, les flux migratoires vers le Nord restent élever et l'intégration intra régionale (UMA) est faible d'où l'importance du dialogue « 5 + 5 »⁵ qui a été relancé ces dernières années entre les pays du Nord et du Sud de la Méditerranée. En mars 2003, Romano Prodi a déclaré : « moins que l'adhésion, plus que l'association » pour les pays du Maghreb (cité par Chevalier et Pastré,

⁴ PSEM qui ont signé un accord avec l'Union européenne.

⁵ Dans le cadre de la nouvelle politique européenne de voisinage.

2003). Il a ainsi bien illustré la nouvelle forme de coopération qui devrait exister entre l'Union européenne et le Maghreb. Cette « association renforcée » servirait les intérêts des uns et des autres : « compétitivité au Nord, croissance au Sud de la méditerranée » (Chevalier et Pastré, 2003).

Dans le choix de la monnaie d'ancrage, on doit prendre aussi en considération la monnaie d'ancrage et nationale des concurrents commerciaux des pays maghrébins. En effet, Les pays maghrébins sont des concurrents commerciaux (Maroc et Tunisie) et beaucoup de leurs concurrents ont comme monnaie nationale ou d'ancrage l'euro (l'Espagne, l'Italie, le Portugal et quelques PECO par exemple).

En résumé, l'Union européenne (particulièrement les pays du Nord de la Méditerranée qui appartiennent à la zone Euro) est le principal partenaire commercial des Pays Tiers Méditerranéens, le premier investisseur dans le Maghreb et le premier signataire d'accords d'association et de zone de libre-échange avec les pays du Sud de la méditerranée. De ce point de vue et si les pouvoirs publics des pays du Maghreb décident d'adopter actuellement la Caisse d'émission, l'euro reste leur meilleure monnaie d'ancrage.

En revanche, une procédure explicite de changement de la monnaie de réserve devrait être mise en place évitant ainsi toute décision arbitraire des autorités monétaires en cas d'instabilité forte de l'euro.

3 – Une compétitivité élevée des entreprises

La troisième condition à l'instauration de la caisse d'émission est la forte compétitivité et productivité des entreprises. Afin de pouvoir faire face à la concurrence internationale après la libéralisation et l'ouverture de l'économie nationale, une amélioration de la compétitivité des entreprises s'impose. Cette forte compétitivité permet de réaliser des excédents de la balance commerciale et de fournir les devises nécessaires à la création de la monnaie nationale pour le financement de la croissance. En effet, la compétitivité des entreprises maghrébines est faible (Chevalier et Pastré, 2003, MFP, 2003 et IMF, 2004e). Au Maroc et en Tunisie, le textile atteint 35 à 40 % des exportations et des emplois de l'ensemble de l'industrie. Dans ce secteur, les coûts salariaux maghrébins ne sont pas compétitifs par rapport aux coûts chinois et cet écart n'est pas compensé par un gain de productivité, ce qui a déjà

posé problème aux PME-PMI maghrébines. Lors d'une enquête⁶ menée dans quelques pays du Sud de la méditerranée, on a constaté que les entreprises notamment marocaines et tunisiennes ont plus l'habitude de faire des efforts pour comprimer les coûts que pour innover. Mais lorsque ce dernier s'impose, l'entreprise du Sud fait preuve d'une grande flexibilité et accepte plus facilement un bouleversement radical et tout à fait exceptionnel. Dans les pays du Sud de la Méditerranée, les entreprises se comportent différemment sur les marchés étrangers et sur le marché national. Elles réservent aux premiers des produits de faible prix et de qualité convenable selon les standards internationaux. Le deuxième a droit à des petites séries, de qualité médiocre et de prix relativement élevé, malgré que le client national pour de nombreux produits préfère des produits importés plus chers et plus fiables.

Parmi les avantages des entreprises du Sud par rapport à celles du Nord de la méditerranée, on peut citer :

- le niveau des prix des produits,
- les capacités de financement surtout pour les groupes familiaux,
- la flexibilité organisationnelle mais seulement pour de petites séries de faibles exigences technologiques et,
- une certaine capacité de créer du neuf par démolition et reconstruction total des structures existantes.

En revanche, ses entreprises souffrent de la mauvaise qualité des produits, des difficultés au niveau de la technologie et de la création, de l'absence de maîtrise et de compréhension des marchés, et de quelques faiblesses organisationnelles, (Bellon B., Ben Youssef 2003).

En Algérie et après environ 10 ans de transition vers l'économie du marché, le tissu industriel est toujours dominé par des entreprises publiques déficitaires. Les pertes réalisées par ces entreprises sont financées par des banques publiques, empêchant ainsi la restructuration du système bancaire. Le remplacement de cette activité quasi-fiscale des banques publiques par une politique de subventions temporaire et explicite améliorera la gouvernance, fournira une motivation pour la restructuration des entreprises publiques et augmentera la transparence de la politique fiscale (IMF 2004a).

⁶ Enquête menée en Tunisie et prolongée en Egypte et au Maroc dans les secteurs manufacturiers (Bellon et Ben Youssef, 2003).

4 – Des finances publiques saines

La quatrième condition est l'équilibre budgétaire. Sous la Caisse d'émission, les avances de la Banque centrale au trésor public sont éliminées. En cas de déséquilibre budgétaire, les pouvoirs publics sont obligés de s'adresser au marché pour procurer des fonds. Cela est susceptible de créer un effet d'éviction, d'augmenter les taux d'intérêt et même d'atteindre un niveau d'endettement insoutenable.

Alors que le déficit du gouvernement central en Tunisie (hors recette de privatisation) est faible, soit 2,6 % du PIB en 2004, la dette publique est estimée à 59,2 % du PIB dont 21,7 % du PIB est une dette intérieure et 37,5 % du PIB est une dette extérieure (IMF 2004e). Le problème de soutenabilité des finances publiques ne se pose pas pour le gouvernement tunisien, mais afin de renforcer la position budgétaire et réduire la dette publique, des actions en profondeur sont nécessaires à la fois au niveau des recettes qu'au niveau des dépenses (IMF 2004e).

En 2003, l'excédent budgétaire algérien est estimé à 5,1 % du PIB et sa dette publique est de 44,8 % du PIB dont 19,1% est une dette intérieure et 25,7 % est une dette extérieure (IMF, 2005). Malgré la création en 2000 d'un fonds de régulation des recettes visant à atténuer les chocs extérieurs sur la conduite de la politique budgétaire, les exportations pétrolières continuent d'influencer les dépenses publiques. En effet, la fiscalité pétrolière représente 68,7 % des recettes budgétaires en 2003, ce qui illustre bien la vulnérabilité des finances publiques à ces chocs (La Banque d'Algérie, 2003).

Au Maroc, le déficit budgétaire anticipé en 2004 est de 5,4 % du PIB après avoir été estimé à 5,5 % en 2003. Malgré son déclin de 68,2 % en 2003 à 67,6 % du PIB en 2004, la dette publique reste élevée. En effet, cet important déficit budgétaire a été financé grâce aux recettes de privatisation et aux conditions favorables de liquidité nationale abondante, qui a évité une pression sur les taux d'intérêt. Cependant, les gains de privatisation ne sont pas illimités et les conditions de liquidité changeront quand la reprise économique s'accélèrera et la demande d'investissement redémarrera. Si le déficit budgétaire demeurait important, le ratio de dettes sur PIB pourrait atteindre un niveau insoutenable à moyen terme, soit en 2009 un déficit de 7 % du PIB et un ratio de dettes sur PIB de 78 % s'il n'y a pas de changements dans la politique budgétaire marocaine (IMF 2004b).

Après examen de la situation budgétaire des trois pays, nous concluons que seul le Maroc ne vérifie pas cette condition de l'équilibre budgétaire.

5 – Un marché de travail flexible

La cinquième condition indispensable à l'adoption de la caisse d'émission est la flexibilité du marché de travail. Sous la caisse d'émission et en cas de crises internes ou externes, l'ajustement se fait par les prix (salaires, taux d'intérêt) si le marché de travail est flexible sinon par les quantités dont celle du travail.

Au Maghreb le degré de flexibilité des marchés de travail est faible (MFP, 2003). Néanmoins des mesures visant à flexibiliser le marché de travail (travail intérimaire) et rapprocher l'offre et la demande de l'emploi (des programmes de formation) ont été prise en Tunisie et ont eu un impact positif sur la baisse du taux de chômage (IMF, 2004e). Aussi, l'adoption récente au Maroc d'un code de travail rénové et la signature d'un accord relatif au dialogue social entre les acteurs concernés a-t-il pour objectif d'améliorer les conditions du marché de travail et de consolider la paix sociale.

6 – Un degré d'ouverture élevé

La septième condition à vérifier est le degré d'ouverture de l'économie. En 2003, le degré d'ouverture⁷ reste faible en Algérie et au Maroc, soit respectivement 56.7 % du PIB et 56.5 % du PIB, alors qu'en Tunisie il représente 92.5 % du PIB (tableau 5 de l'annexe 1). Néanmoins, tous ces pays se sont engagés dans un processus de libéralisation et d'ouverture de leur économie. L'Algérie, le Maroc et la Tunisie ont signé respectivement des accords d'association avec l'Union européenne en 2002, 1995 et 1996. Le Maroc a aussi signé un accord d'association avec les Etats-Unis en mars 2004, la déclaration d'Agadir qui vise l'intensification des échanges avec la Tunisie, l'Egypte et la Jordanie et d'autres accords bilatéraux.

7 – Secteur bancaire

Au regard des modalités de l'offre de la monnaie centrale dans un régime de caisse d'émission, seul un système bancaire sain (privatisé et rentable), prudent (un portefeuille adéquatement diversifié avec un niveau de provision élevé, un faible volume de prêts

⁷ Degré d'ouverture = (Exportations + Importations) / PIB

improductifs et une politique de provision efficace) et internationalisé (une forte participation des banques étrangères dans le capital du système bancaire) peut assurer la viabilité de ce régime.

En Algérie, le système bancaire est la composante dominante du système financier, il représente 92,8 % du total des l'actifs du secteur financier (dont 83,4 % sont des banques publiques et 9,4 % sont des banques privées) soit 75,7 % du PIB (IMF, 2004d). Il est constitué de six banques publiques dont la caisse d'épargne, une mutuelle d'assurance agréée pour exécuter les opérations bancaires, douze banques privées dont une à capitaux mixtes, cinq établissements financiers dont deux publics, deux sociétés de leasing, une banque de développement dont la restauration est en cours et enfin une banque privée agréée mais pas encore en activité.

Les principales caractéristiques du système bancaire algérien sont la prédominance et le monopole des banques publiques :

- les réseaux d'agences des banques publiques sont beaucoup plus développés que ceux des banques privées,
- La première et la deuxième banque publique détiennent respectivement 21,7 % et 16,8% du total de l'actif du secteur tandis que les deux premières banques privées représentent environ 6,6 % du total de l'actif des banques,
- les parts des banques publiques dans les marchés de ressources et de crédits restent importantes soit respectivement 87,5 % du total des ressources collectées et 85,7 % du total des crédits distribués, malgré la progression des parts des banques privées (La Banque d'Algérie, 2002).

En Tunisie, le système financier est dominé par le système bancaire et plus que la moitié des actifs de ce dernier est contrôlée par l'Etat. En effet, à la fin de l'année 2000 les banques commerciales représentent 63,6 % du total des actifs du système financier (dont 34,5 % sont des banques publiques et 29,1 % sont des banques privées) soit 72,8 % du PIB (IMF, 2002). A la fin de l'année 2002, le système bancaire tunisien compte 4 banques publiques et 10 banques privées suite à l'opération de privatisation de l'UIB au profit de la banque française « société générale ». Il compte aussi 11 organismes de leasing après la création en décembre 2002 d'une nouvelle unité dénommée « El Wifack leasing », 2 banques d'affaires ainsi que d'autres institutions bancaires et financières (La Banque de Tunisie, 2002).

A la fin de l'année 2001, les banques commerciales marocaines représentent 59,7 % du total des actifs du système financier dont 35,3 % sont des banques privées et 24,4 % sont des banques publiques. Malgré que le volume d'actifs du système bancaire contrôlé par l'Etat reste important, il est inférieur à celui détenu par les agents privés (IMF, 2003). En 2003, le système bancaire est composé de 18 banques et de 44 sociétés de financement (Bank Al Maghrib, 2003).

En Algérie, le principal emprunteur des banques publiques est le secteur public à hauteur de 66 % des crédits accordés par ces derniers (soit 56,5 % de l'encours des crédits à l'économie). En effet, les banques accusent une perte de plus que 4 % du PIB en moyenne chaque année depuis 1991 jusqu'en 2002 et en 2003 deux banques privées ont fait faillite. Cette situation est due à une mauvaise gestion des banques, à leurs faibles gains et à l'incapacité des entreprises publiques à honorer leurs dettes. Malgré cela, le système bancaire paraît stable grâce au soutien jusqu'ici inconditionnel des autorités publiques aux banques et aux entreprises publiques (mais non pas aux banques privées défailtantes en 2003) (IMF 2004d).

En Tunisie, malgré qu'une amélioration significative ait été constatée notamment dans la qualité et l'efficacité de la supervision bancaire, d'autres problèmes doivent être résolus avant une libéralisation complète du compte de financier. Le risque de crédit reste élevé surtout dans les banques publiques et la part des prêts improductifs est importante surtout dans l'actif des banques de développement. De plus, des faiblesses de la politique des provisions doivent être supprimées. En effet, les prêts accordés aux secteurs liés à la construction, à la promotion immobilière et au tourisme représentent 38 % du total des crédits des banques commerciales. Les prêts accordés aux secteurs de la construction et travaux publics ont augmenté de 34 % entre 1998 et 2000 et ceux de la promotion immobilière de 45 % pendant la même période. Aussi, le secteur des services reçoit-il 55 % du total des crédits bancaires dont 30 % sont réservés au secteur du tourisme soit 14 % des crédits de banques de dépôts. Vu la vulnérabilité de ces secteurs aux récessions conjoncturelles, européenne et du tourisme mondial et l'interdépendance qui existe entre le secteur du tourisme et les autres secteurs de services, le système bancaire serait sérieusement affecté en cas de crise. Par ailleurs, 40 % des crédits accordés au secteur du tourisme sont considérés comme improductifs. Ce problème de prêts improductifs se pose surtout pour les banques publiques

de dépôts qui ont fusionné avec des banques de développement⁸. En effet, avant la fusion, 85 % des crédits improductifs des banques de développement étaient concentré dans le secteur touristique, mais en 2000 le ratio des prêts improductifs bruts dans le total des crédits des banques de dépôts est passé de 18,8 % à 21,6 %. La part des prêts improductifs risque de croître à cause de l'augmentation de la concurrence internationale due à la libéralisation commerciale. Le niveau de provisions des crédits improductifs des banques de dépôts qui a graduellement augmenté de 24 % en 1992 à environ 42 % en 2000 demeure faible même si la plupart des banques respectent l'ensemble des règles imposées par la Banque centrale de la Tunisie. Cependant, cette dernière n'impose pas aux banques de faire des provisions sur les prêts garantis par des biens immobiliers malgré que ces garanties ne soient recouvrables qu'après de longs délais causés par la complexité de la procédure judiciaire (IMF, 2002).

Grâce au plan de réforme qui a été mis en place par les pouvoirs publics à partir de 1990, le Maroc dispose actuellement de l'un des systèmes financiers les plus modernes et les plus développés en Afrique du Nord (IMF, 2003).

Le système bancaire marocain à court terme est sain et stable. Dans son ensemble, la solvabilité du système bancaire est relativement élevée (un ratio du capital de 12,5 %). Cela est particulièrement liée à la bonne santé des banques commerciales (un ratio de capital de 15.5 %) qui contraste avec celle des banques spécialisées (un ratio de capital de 0.5 %) (IMF, 2003).

Le deuxième indicateur de la stabilité du système bancaire marocain est le taux de croissance des dépôts bancaires. Depuis 1992, les dépôts croissent en moyenne de 11 % avec un minimum de 5 %. Cependant, la part significative des dépôts à vue dans les totaux des bilans des banques commerciales (soit 41 % contre 16 % dans les banques spécialisés) représente une vulnérabilité du système aux paniques bancaires.

Aussi, la diversification du portefeuille des prêts élimine-t-elle la vulnérabilité des banques commerciales aux chocs sectoriels et les faibles liens de propriété entre les établissements financiers réduit le risque de contagion dans le système bancaire.

⁸ En 2000, la banque de dépôts (STB) a fusionné avec les banques de développement [(BNDT et BDET).

En revanche, le système bancaire souffre d'un important volume de prêts improductifs⁹ concentré dans les banques spécialisées. En septembre 2002, les prêts improductifs représentent 36,4 % du total des prêts des banques spécialisées contre seulement 11,3 % dans les banques commerciales. Les provisions des banques spécialisées représentent 39,6 % de leurs prêts improductifs contre 70,3 % dans le cas des banques commerciales (IMF, 2003).

La marge d'intérêt soutenue par l'importance des dépôts à vus non rémunérés, représente 83,6 % du produit net des banques commerciales et 89,3 % dans le cas des banques spécialisées. Malgré l'augmentation de la concurrence et la diminution des écarts des taux d'intérêt, les banques commerciales ont réalisé à la fin de l'année 2002, des bénéfices de 1,1 % du total de leurs actifs contrairement aux banques spécialisées qui ont subi des pertes significatives dues à la réduction de la qualité de leur portefeuille de crédits (IMF, 2003).

D'autres problèmes liés au cadre macroéconomique et aux processus de libéralisation menacent à moyen et long terme la stabilité du système bancaire marocain :

- L'économie marocaine est caractérisée par la part significative de l'agriculture dans le PIB et l'emploi, et sa dépendance aux conditions climatiques rend l'économie plus volatile affectant ainsi la solvabilité des emprunteurs.

- Bien qu'ils soient stables et soutenus dans le passé, on ne pourrait pas exclure que des événements économiques ou autres au Maroc ou à l'Union européenne induiraient à la diminution ou même au renversement de tendance des transferts des Marocains Résidents à l'Etranger (MRE) dans le futur (IMF 2003)¹⁰. Ces transferts aident à financer le déficit commercial et représentent une part importante des dépôts bancaire (26 % du total des dépôts).

- La dette publique représente 25 % du total de l'actif des banques commerciales. Par conséquent, la solvabilité du système bancaire dépend de la capacité de l'Etat à honorer ses dettes et donc de la soutenabilité de la politique fiscale qui apparaît relativement faible à moyen terme.

- La compétitivité des entreprises marocaines n'est pas encore préparée pour faire face à la concurrence internationale causée par la libéralisation de l'économie marocaine, ce qui menacerait directement le système bancaire par la réduction de la qualité des actifs du système financier et indirectement par la réduction des recettes fiscales.

⁹ Les prêts improductifs nets représentent 4,9 % du total des actifs du système bancaire à la fin de l'année 2001 (IMF, 2003).

¹⁰ Une étude a confirmé la soutenabilité à moyen et long terme des envois de fonds des MRE vers le Maroc (IMF, 2004c).

La dernière caractéristique des systèmes bancaires maghrébins est la faible participation étrangère dans le capital des banques commerciales. En effet, la participation étrangère dans le capital des banques marocaines en 2001 représente 20 % dont 30 % du total des actifs des banques privées et 8 % du total des actifs des banques publiques (IMF, 2003). En Tunisie, cette participation représente environ 12 % en 2004¹¹.

8 – la stratégie de sortie d’une caisse d’émission

La dernière condition à satisfaire avant l’adoption d’une caisse d’émission correspond à l’élaboration d’une stratégie de sortie.

Dans le cas des pays maghrébins qui peuvent avoir la même monnaie d’ancrage (l’euro) et qui expriment une volonté d’intégration régionale, une sortie vers une zone monétaire au sein du Maghreb pourrait être envisageable. En effet, l’instauration simultanée des caisses d’émission dans les pays du Maghreb permet une convergence nominale (taux d’inflation et taux d’intérêt) et réelle entre chacun de ces pays et la zone euro. Cela permettrait dans le même temps une convergence mutuelle au sein du Maghreb et donc à terme la création d’une zone monétaire maghrébine. Cependant, l’introduction des caisses d’émission dans ces pays doit être précédée par la création d’une zone de libre échange, ainsi que par l’établissement d’un calendrier d’émission d’une monnaie maghrébine commune.

Conclusion

Le processus d’intégration régionale initié en 1989 par la création de l’Union du Maghreb Arabe (UMA) avait pour but l’instauration d’une zone de libre échange, d’une union douanière, d’un marché commun et enfin d’une union économique. L’achèvement de ce processus et l’intégration monétaire auraient des effets positifs sur la croissance économique et la stabilité politique dans le Maghreb.

Dans ce sens, la mise en place de caisses d’émission dans les pays maghrébins contribuerait à leur intégration économique et monétaire mutuelle. La caisse d’émission est aussi un régime de change qui permet au pays qui l’adopte d’intégrer l’économie mondiale. Cependant, au regard des conditions assez dures de l’adoption de ce régime, il est peu probable que beaucoup de pays les réunissent. Dans le cas des pays du Maghreb, nous concluons que leurs économies ne sont pas encore prêtes pour l’adopter. Cependant, le projet

¹¹ Un pourcentage approximatif calculé à partir des chiffres publiés sur le site de la Bourse de Tunisie.

d'instauration des caisses d'émission pourrait constituer pour les pouvoirs publics une incitation à accélérer les réformes économiques, monétaire et financière.

En somme, l'Algérie, le Maroc et la Tunisie devraient faire davantage d'effort afin de renforcer la compétitivité de l'économie, d'augmenter la flexibilité du marché de travail, et d'internationaliser le système bancaire. L'Algérie et la Tunisie devraient renforcer leurs systèmes bancaires, mais de plus l'Algérie devrait restaurer ses entreprises publiques et augmenter tout comme le Maroc l'ouverture de son économie. Et enfin, le Maroc devrait réduire son déficit budgétaire.

Enfin, nous rappelons qu'avec ou sans le projet de caisse d'émission, les pouvoirs publics doivent tout mettre en œuvre pour réaliser beaucoup de ces conditions.

Annexe 1

Tableau 1

Taux de croissance du PIB réel en Algérie, Maroc et Tunisie 1999-2004.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Algérie	3.2	2.2	2.6	4.1	6.7	4.3
Maroc	-0.1	1.0	6.3	3.2	5.5	3.0
Tunisie	6.1	4.7	4.9	1.7	5.6	5.6

Source : FMI.

Tableau 2

Taux d'inflation en Algérie, Maroc et Tunisie 1999-2004.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Algérie	2.6	0.3	4.2	1.4	2.3	3.8
Maroc	0.7	1.9	0.6	2.8	1.2	2.0
Tunisie	2.7	3.0	1.9	2.8	2.8	3.4

Source : FMI.

Tableau 3

Taux de chômage en Algérie, Maroc et Tunisie 1999-2002.

	1999	2000	2001	2002
Algérie	29.2	29.5	27.3	25.9
Maroc	13.9	13.6	12.5	11.6
Tunisie	15.8	15.6	15.0	14.9

Source : Banque mondiale et FMI.

Tableau 4

Rapport IDE/FBCF (en %)

	90-95	96-00	1996	1997	1998	1999	2000
Pays en développement	5,7	11,7	9,1	11,1	11,4	13,4	13,4
Afrique du Nord	3,9	6,0	3,5	5,9	5,6	9,6	5,5
Maroc	6,7	7,5	5	15,6	4,2	10,2	2,5
Tunisie	10,1	10,2	7,7	7,8	13,6	6,9	15,2
Algérie	0,2	3,3	2,3	2,4	4,0	4,1	3,8
Amérique Latine	7,4	18,6	12,6	16,6	17,1	25,9	20,7
Asie en développement	6,7	11,0	9,1	10,0	10,5	11,5	14,0
PECO	4,8	13,5	7,1	9,7	13,7	18,6	18,2

Source : MFP du Maroc (2003).

Tableau 5

Degré d'ouverture de l'Algérie, du Maroc et de la Tunisie 1999-2004
(en variation annuelle)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Algérie*	43,7	56,9	52	55	56,7	51,6
Maroc**	53,3	56,3	55,7	57,7	56,5	
Tunisie**	87,4	91,8	98,9	93,9	92,5	

*Source : FMI, calcul de l'auteur

**Source : Datastream

Bibliographie

Bank Al Maghrib, Rapport annuel de 2003.

Banque d'Algérie, Rapports annuels de 2002, 2003.

Banque de Tunisie, Rapports annuels de 2002, 2003.

Blanc J. et Ponsot (2004), « Crédibilité et Currency Board : le cas Lituanien », *Revue d'Economie Financière*, juillet n° 75.

Bellon B., Ben Youssef (2003), « Les acteurs industriels face au libre-échange euro – méditerranéen » dans Regnault H..

Benassy-Quere A., Fontagne L. & Lahreche-Revil A. (2001), “ Exchange Rate Strategies in the Competition for Attracting FDI ”, *Journal of the Japanese and International Economies*, n°15, pp.178-198.

Bergsten (1999), “ Dollarization in Emerging-Market Economies and Its Policy Implications for the United States ”, Institute for International Economics, April.

Bourguinat H. (2002), « La Dollarisation comme solution en dernier ressort », Colloque international « vers des zones monétaires régionales », Santiago du Chili, 26 – 27 mars.

Calvo G. A. (1999), “ Argentina’s Dollarization Project: a Primer ”, February.

Cavallo D. (2004), “ Monetary Regime and Exchange Rate Policy : Lessons the Argentinean Experience ”, Harvard University, February.

Chang R. et Velasco A. (2000), “ Financial Fragility and the Exchange Rate Regime ”, *Journal of Economic Theory* 92, 1-34.

Chauvin S. (2001), “ Exit Options for Argentina with a Special Focus on their Impact on External Trade ”, CEPII Working Paper n°2001-07, October.

Chauvin S. et Villa P. (2003), « Le Currency Board à travers l’Expérience de l’Argentine », CEPII, n°2003 – 07, Juillet.

Chevalier J.M., Pastre O. (coordinateurs), (2003), « "5 + 5" L'ambition d'une association renforcée », Cercle des Economistes, Paris, décembre.

Combes J. L. et Veyrune R (2004), « Effet de discipline et effet de crédibilité de l’ancrage nominal », *Revue d'Economie Financière*, juillet n° 75.

Darrat Ali F., Pennathur Anita (2002), “ Are the Arab Maghreb Countries really Integratable ? Some Evidence from the Theory of Cointegrated Systems”, *Review of Financial Economics* n°11

Dées S. & Rzepkowski B. (2000), “ Le Currency Board de Hong-Kong face aux crises spéculatives ”, CEPII, Janvier, n° 186.

Desquilbet J.-B. et Nenovsky N. (2004), “ Credibility and Adjustment : Gold Standards versus Currency Boards ”.

Direction des Investissements Extérieurs (2003), « Les investissements Extérieurs au Maroc », Royaume du Maroc.

Dupuy M. (1998), « Le Currency Board : solution d'avenir pour les économies émergentes ? », *Banque & Marchés* 33.

Dupuy M., (2000), « La crédibilité de Caisse d'émission dans un contexte d'ouverture croissante : les enseignements de l'expérience argentin », Colloque du GDR « Economie et Finances internationales quantitatives » Ouverture Economique et Développement, Tunisie, 23-24 Juin.

Edwards S. (1988), « Exchange Rate Misalignment in Developing Countries », The World Bank Occasional Paper n° 2, John Hopkins University Press, Baltimore and London.

Edwards S. (2001), « Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention », NBER Working Paper n° 8529.

Eichengreen B., Bredenkamp H. and Masson P. (1998), « Exit Strategies : Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility », IMF Occasional Paper, n°168.

Fischer S. (2001), « Exchange Rate Regimes : Is the Bipolar View Correct ? », *Finance & Development*, V. 38, n° 2, June.

Fischer, S. (1996), « Maintaining Price Stability », *Finance & Development*, vol. 33, n°4, FMI, Washington.

FMI (2000), « Les régimes de change dans une économie mondiale de plus en plus intégrée », Etudes n° 00/06F, Juin.

Frankel J.-A. (1999), « No Single Currency Regimes is Right for all Countries or at all Times », NBER Working Paper Series, n°7338, September.

Ghosh, Gulde & Wolf (2000), « Currency Boards : More than a Quick Fix ? », *Economic Policy*, October.

Gulde, Kahkonen. & Keller. (2000), « Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone », IMP Policy Discussion Paper, PDP/00/1, January.

Gulde, Wolf and Keller (2002), " Another Look at Currency Board Arrangements and Hard Exchange Rate Pegs for Advanced EU Accession Countries ", IMF.

Hanke Steve H. et Schuler Kurt (1991), « Réformes Monétaires à l'Est : Currency Board contre Banques centrales », Paris: Institut Euro 92, décembre.

IMF (2002), « Tunisia: Financial System Stability Assessment, including Report on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics : Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, Securities Regulation, Insurance Regulation, and Payment Systems », IMF Country Report, n° 02/119, June.

IMF (2003), « Morocco : Financial: System Assessment including Reports on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics : Banking Supervision, Insurance Regulation, Securities Regulation, Payment Systems, and Monetary and Financial Policy Transparency », IMF Country Report n° 03/212, July.

IMF (2004a), « Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix », IMF Country Report n° 04/31, February.

IMF (2004b), “ Morocco : 2004 article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Morocco ”, IMF Country Report n° 14/162, June.

IMF (2004c), “ Workers Remittances to Morocco ”, IMF Survey, Vol. 33, n° 14, July 26.

IMF (2004d), “ Algeria: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics : Monetary and Financial Policy transparency and Banking Supervision ”, IMF Country Report n°. 04/138, May.

IMF (2004e), “ Tunisia – Preliminary Findings of the 2004 Article IV Consultation Mission ”, July 20.

IMF (2004f), « Tunisie : Consultations au titre de l’article IV – Rapport des services ; Note d’information au public sur la discussion du Conseil d’administration et déclaration de l’administration pour la Tunisie », Rapport du FMI n° 04/359, novembre.

IMF (2004g), “ Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks ”, June, www.imf.org.

IMF, (2005), « Algérie : Consultations de 2004 au titre de l’article IV – Rapport des services ; Note d’information au public sur la discussion du conseil d’administration et déclaration de l’administration pour l’Algérie », Rapport du FMI n° 05/50.

Kose A. & Prasad E. (2004), “ Liberalizing Capital Account Restrictions”, *Finance & Development*, V. 41, n° 3, September.

Kwain Yum K. et Lui Grancis T. (2004), « Les régimes de caisse d’émission sont-ils performants ? Le Cas de Hong-Kong », *Revue d’Economie Financière*, juillet n° 75.

Masson P. et Cattillo (2004), « Une monnaie unique pour l’Afrique ? », *Finance & Développement*, décembre.

Mehl A. & Winkler A. (2003), “ Currency Board and the Euro - An International Role of the Euro, Perspective ”, European Central Bank, at the Conference : The Monetary Policy Role of Currency Board : History and Practice, Central Bank of Bosnia and Herzegovina Sarajevo, April 11-12, 2003.

Ministère des finances et de la privatisation (MFP), (2003), « Les enjeux de l’intégration maghrébine », Document de travail n° 30, juillet, Royaume du Maroc.

Ponsot J.-F. (2002), « Le Currency Board ou la Négation de la Banque centrale, une perspective Historique du Régime de Caisse d’Emission », Université de Bourgogne, Thèse du Doctorat de Sciences Economiques, 13 novembre.

Regnault H., « Méditerranéenne et stratégies économiques », (2003), L’Harmattan.

Santiprabhob V. (1997), “ Bank Soundness and Currency Board Arrangements : Issues and Experience ”, IMF Paper Analysis and Assessment, PPAA/97/11, December.

Schadler S. (2004), “ Charting a Course Toward Successful euro Adoption ”, *Finance & Development*, Volume 41, n°2, June.

Sgard J. (2002), « Argentine : une nouvelle aventure monétaire en Amérique latine », *Critique internationale*, n°15, Avril.

Sgard J. (2004), « Ce qu'on en dit après, le Currency Board argentin et sa fin tragique », *Revue d'Economie Financière*, juillet n° 75.

Sorsa P. (2002), “ Euroization, Exit Strategies and Recent Critique of the IMF ”, August.

Stanoeva G. (2004), « Les caisses d'émission des pays baltes et de la Bulgarie : la recherche d'une crédibilité renforcée », *Revue d'Economie Financière*, n° 75, juillet.

Williamson J. (1995), “ What Role for Currency Board ? ”, Institute for International Economics, September.